

MAANDBERICHT OVER JULI 2012

Inleiding

De maand juli eindigde per saldo verdeeld. De AEX-index steeg 6,3% naar 326,47. De Amsterdam Midkap-index eindigde 0,4% lager op 501,83, terwijl de Amsterdam SmallCap Index 2,7% verloor op 369,80.

De intrinsieke waarde per aandeel van het Add Value Fund daalde 0,5% van € 28,94 naar € 28,81. Over de eerste zeven maanden van 2012 bedraagt het netto totaalrendement van het Add Value Fund 18,4%.

Per 1 augustus 2012 is voor een bedrag van € 40,4 miljoen belegd in 14 ondernemingen. Het fondsvermogen bedraagt € 40,44 miljoen, zodat er liquiditeiten ter grootte van 0,1% van de portefeuille worden aangehouden.

De beurskoers, intrinsieke waarde per aandeel, het fondsvermogen en het aantal uitstaande aandelen per 1 augustus 2012 zijn als volgt:

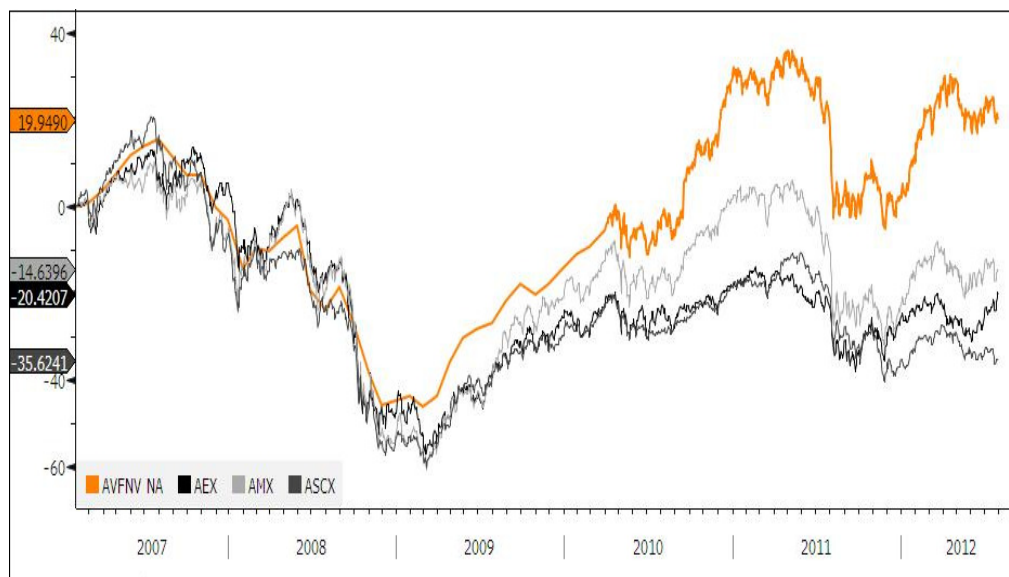
| | |
|--------------------------------|--------------|
| Beurskoers | € 28,67 |
| Intrinsieke waarde per aandeel | € 28,81 |
| Fondsvermogen | € 40.440.059 |
| Aantal uitstaande aandelen | 1.403.696 |

De rendementsvergelijking (%) in onderstaande tabel en grafiek is gebaseerd op het netto totaalrendement inclusief herbelegging van netto dividenden (vanaf 1 februari 2007):

| | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012* | Cumulatief |
|-----------------------|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Add Value Fund | -3,20 | -43,10 | +55,56 | +51,20 | -20,34 | +18,44 | +21,64 |
| AEX-Index | +5,33 | -50,26 | +41,90 | +9,23 | -8,88 | +7,54 | -20,42 |
| AMX-Index | -5,07 | -50,45 | +68,35 | +28,71 | -24,55 | +11,00 | -14,64 |
| AScX-Index | -6,12 | -50,78 | +51,95 | +16,42 | -21,03 | -0,27 | -35,62 |

Bron: Keijser Capital Asset Management / Bloomberg

*Peildatum: 31/07/2012



Bron: Bloomberg, op basis van beurskoersen (koers AVF gebaseerd op slotkoersen onderliggende waarden 29/07/2012)

Peildatum: 31/07/2012

Koersperformance deelnemingen

| (in %) | | -12M | -6M | -3M | -1M |
|--------|-------------------------|-------|-------|-------|-------|
| 1. | LBI International | +59,4 | +31,9 | -0,7 | -8,7 |
| 2. | ASM International | +55,0 | +22,1 | +15,6 | +3,2 |
| 3. | TMC Group | +25,2 | +36,7 | +1,4 | +4,6 |
| 4. | Acomo | +22,5 | +15,6 | -4,6 | +1,4 |
| 5. | Brunel International | +6,3 | +14,8 | -12,4 | -0,6 |
| 6. | Nedap | +4,9 | +18,5 | -1,4 | +7,0 |
| 7. | Aalberts Industries | -5,5 | -10,3 | -11,3 | +5,1 |
| 8. | Royal Imtech | -7,8 | -12,1 | -2,8 | +10,5 |
| 9. | Hunter Douglas | -8,1 | 0,0 | -9,4 | -4,2 |
| 10. | UNIT4 | -18,2 | +5,9 | -14,1 | -5,8 |
| 11. | TKH Group | -18,7 | -6,1 | -17,6 | -2,9 |
| 12. | Koninklijke TenCate | -21,6 | -19,9 | -17,4 | -9,5 |
| 13. | Neways Electronics Int. | -34,7 | -8,2 | -8,2 | +1,8 |
| 14. | Macintosh Retail Group | -42,9 | -11,3 | -7,8 | -3,9 |

- In juli realiseerden 7 van de 14 deelnemingen (= 50%) een positieve performance. Slechts 6 van de 14 ondernemingen (= 43%) noteren een positieve performance op een 12-maands basis;
- **Royal Imtech** was in juli een *starperformer* nadat de onderneming eerst een recordorder in Polen annonceerde en vervolgens solide halfjaarcijfers rapporteerde. De zwakke koersperformance van de voorgaande maand werd in juli daarmee in positieve zin gecorrigeerd. De koersperformance van **LBI International** had in juli te lijden onder winstnemingen, nu een overname van de onderneming niet op korte termijn bewaarheid lijkt te worden. **Koninklijke TenCate** was hekkesluis in juli, nadat de onderneming een winstwaarschuwing moest afgeven. Naar verwachting zullen de verkopen van succesproduct Defender M langer onder druk blijven dan aanvankelijk werd aangenomen;
- **UNIT4**, **TKH Group**, **Koninklijke TenCate**, **Neways Electronics International** en **Macintosh Retail Group** zijn de vijf achterblijvers in de portefeuille. Deze ondernemingen zijn onzes inziens fors ondergewaardeerd in vergelijking met hun *fair value*.

Mutaties in de portefeuille

In juni werd het belang in **Aalberts Industries** met 20% uitgebreid. Wij menen dat deze industriële toeleverancier en producent/distributeur in Flow Control aanzienlijk is ondergewaardeerd in vergelijking met het geboden winstpotentieel. Ofschoon Aalberts Industries naar verwachting in 2012 wederom recordresultaten zal boeken, noteert de beurskoers thans ruim 40% onder het recordniveau van € 21,95 dat in mei 2007 werd bereikt. Ook in vergelijking met *peers* als Bodycote en Geberit is Aalberts Industries naar onze mening aantrekkelijk gewaardeerd.

Bedrijfsnieuws

Royal Imtech (technische dienstverlening binnen en buiten Europa) heeft in de eerste helft van 2012 wederom een solide performance neergezet en continueert daarmee haar traditie van voortgaande groei. Dit ondanks moeilijke marktomstandigheden als gevolg van de economische crisis. De opbrengsten namen met 14% toe van € 2.292 miljoen naar € 2.615 miljoen en de orderportefeuille groeide met € 755 miljoen (+13%) tot bijna € 6,5 miljard. De EBITA nam met 12% toe van € 120,5 miljoen naar € 134,4 miljoen, waarvan 2% op basis van autonome groei. Het autonome groeipercentage werd negatief beïnvloed door reorganisaties in de Benelux, Spanje en de Marine-sector. De reorganisatielasten bedroegen ruim € 8 miljoen, terwijl ook voor de tweede helft van dit jaar met een dergelijk bedrag aan voorzieningen moet worden rekening gehouden. Normaliter bedragen deze lasten op jaarbasis € 3 – 5 miljoen, zodat ditmaal gesproken kan worden van een bovengemiddelde ingreep.

Imtech presteerde vooral goed in Duitsland, Oost-Europa (in het bijzonder Polen), Scandinavië, het UK en Ierland, alsmede op de Europese ICT-markt, waar Imtech marktaandeel wint. In de Europese trafficmarkt was sprake van een stabiele performance. Hoewel ook de markt van technische dienstverlening door de economische crisis wordt geraakt, weet Imtech prima stand te houden. Dit komt omdat de aanjagers van de groei niet zijn gewijzigd en de onderneming zich goed aan de gewijzigde marktomstandigheden kan aanpassen. Voorbeelden zijn nieuwe totaaloplossingen in de zorg, hightech verkeersmanagement in de trafficmarkt, een maritieme *life cycle* benadering en integratie van talloze duurzaamheidsoplossingen in het dienstenportfolio. Hierdoor is Imtech in staat bij haar klanten de exploitatielasten te verlagen en tegelijkertijd de duurzaamheid te bevorderen. Ook is in de eerste jaarhelft een sterke positie in Turkije opgebouwd en worden de activiteiten buiten Europa stap voor stap uitgebreid (omzet thans enkele honderden miljoenen). Deze ontwikkeling geeft samen met de omvang van de orderportefeuille en de weer aantrekkende orderingang in de Marine-sector vertrouwen voor de tweede helft van 2012. Dit vertrouwen werd eind juli nog eens versterkt door het binnenhalen van de grootste order ooit in de geschiedenis van Imtech. Het betreft een order ter waarde van in totaal € 680 miljoen voor de realisatie van het avonturenpark Adventure World Warsaw in Polen. Imtech is verantwoordelijk voor het complete project management, alle technische oplossingen en civiele constructie, inclusief het management van betrokken onderaannemers. Het project zal naar verwachting in 2014 worden opgeleverd. Zulks impliceert globaal een omzet- en EBITA-impuls van ongeveer 4% op jaarbasis in de periode 2012 – 2014. Imtech handhaafde de vooruitzichten voor het hele jaar 2012 voor verdere groei van de EBITA door autonome groei en acquisities, alsmede de doelstellingen van het strategisch groeiplan 2015: € 8 miljard opbrengsten bij een operationele marge tussen 6 en 7%. Wij taxeren een winst per aandeel 2012 van circa € 2,25 (2011: € 2,05), hetgeen een verlaging met € 0,05 in vergelijking met onze eerdere prognose betekent. Tegen de huidige beurskoers van € 20,45 wordt thans slechts 9,1 maal de verwachte winst voor de aandelen Imtech betaald.

LBI International (full service online marketing agency) rapporteerde uitstekende cijfers over de eerste zes maanden van 2012. De omzet steeg met 26,3% van € 94,5 miljoen naar € 119,4 miljoen, gedreven door een sterke vraag naar digital branding, social media en mobiele toepassingen. De voor vergelijkingsdoeleinden aangepaste EBITDA nam met 30,9% toe van € 15,2 miljoen naar € 19,9 miljoen, waaruit een gezonde operationele ontwikkeling en margeverruiming kan worden opgemaakt. Deze margeverruiming versterkte zich in het tweede kwartaal (17,1% vs 16,4% in Q1 2012) door een verbeterde performance in de Verenigde Staten. Het vergelijkbare netto resultaat kwam uit op € 9,4 miljoen, een stijging van 17,5% ten opzichte van het resultaat over de eerste helft van 2011. CEO Luke Taylor meldde een *outperformance* van LBI in het UK, de Verenigde Staten en Scandinavië, terwijl die in Centraal en Zuid-Europa (28,8% van de groepsomzet) vooralsnog achterblijft. Daarnaast zijn er vooralsnog geen tekenen van een afzwakkende vraag naar het dienstenpakket van LBI, ondanks de uitdagende economische omstandigheden. Niettemin daalde de beurskoers van LBI in de verslagmaand met 8,7%, maar dit lijkt louter het gevolg van winstnemingen te zijn geweest die volgden op een eerdere mededeling van het management dat gesproken wordt met derde partijen over de mogelijke verkoop van de onderneming (zie maandbericht over juni 2012). Wij handhaven onze taxatie van de winst per aandeel 2012 op € 0,16 (2011: € 0,13), waarmee de aandelen LBI International tegen de huidige beurskoers van € 2,65 een multiple van 16,6 kennen.

Koninklijke TenCate (technische textiele toepassingen) rapporteerde halfjaarcijfers inclusief een winstwaarschuwing. Bij een omzetzak van 9% van € 592,4 miljoen naar € 539,6 miljoen, was er een 42%-teruggang in de EBITA van € 56,1 miljoen naar € 32,3 miljoen. Als voornaamste oorzaak voor deze forse daling noemde CEO Loek de Vries een versterkte en onvoorziene teruggang van leveringen van het brandwerende materiaal Defender M aan het Amerikaanse leger in het tweede kwartaal. De omzetverwachtingen voor het lopende boekjaar waren grotendeels gebaseerd op de afgegeven prognoses van het Amerikaanse leger ten aanzien van de afname van de (hoog renderende) TenCate Defender M producten. De Amerikaanse budgetbesprekingen en aankomende presidentsverkiezingen resulteerden in lagere defensieuitgaven, mede door vertraging in het vrijgeven van projecten en het terugdringen van voorraden in de Amerikaanse markt. Niettemin blijft De Vries positief voor de toekomstige afzetperspectieven van Defender M: TenCate-materialen beschermen legereenheden op effectieve wijze en dit thema blijft onveranderd hoog op de politieke agenda staan. Bescherming van militairen in crisisgebied blijft derhalve een wereldwijde groeiemarkt.

Overigens vertoonden de Europese armouractiviteiten groei, die vooral voor rekening kwam van de groeiende activiteiten op het gebied van bepantsering van helikopters en vliegtuigen. In de Verenigde Staten was daarentegen sprake van een sterke afname van het aantal projecten voor voertuigbepantsering. Positieve ontwikkelingen deden zich voor in de composietenmarkt voor aerospace toepassingen, alsmede bij de Geosynthetics-groep en TenCate Grass in het downstreamsegment.

TenCate trok de eerder afgegeven prognose van een jaarwinst die tenminste op het niveau van 2011 zou uitkomen, in als gevolg van bovenvermelde ontwikkelingen. Gezien de onzekerheid met betrekking tot de timing van Amerikaanse overheidsorders, werd voor het lopende jaar geen nadere winstverwachting uitgesproken. Wij hanteren een nieuwe taxatie van de winst per aandeel 2012 van € 1,60 (voorheen: € 2,45) tegen € 2,31 in 2011. In deze prognose is een structurele kostenbesparing begrepen, welke een positief EBITA-effect van circa € 25 miljoen op jaarbasis moet opleveren. Hiermee zullen circa 450 arbeidsplaatsen vervallen, onder andere door beëindiging van flexibele contracten en natuurlijk verloop. Het merendeel van de personeelsreducties zal buiten Nederland, met name in de Verenigde Staten, plaatsvinden en deze zullen naar verwachting geen significante reorganisatielast opleveren.

De perspectieven voor structurele winstgroei nà 2012 blijven onveranderd goed. Daarbij vormen de composietmarkten een van de sterkste groeiemarkten binnen de businessportfolio, met een autonome groeiverwachting van ruim boven de 10%. Er zal een aanscherping plaatsvinden van de strategische focus binnen TenCate's buy & build-strategie om ook buiten de aerospacemarkt omzetgroei te realiseren. De automotivemarkt biedt in dit kader kansen voor de door TenCate ontwikkelde composiettechnologieën. Deze markt is momenteel sterk in ontwikkeling, mede gelet op huidige industrietrends. De sector Geosynthetics & Grass liet in het tweede kwartaal autonoom herstel van de resultaten zien, waaraan TenCate Geosynthetics een belangrijke bijdrage leverde. Het proces van winstherstel zal in de komende periodes voortgezet dienen te worden, met een groeiende bijdrage vanuit TenCate Grass. Gegeven dit perspectief achten wij in 2013 een omzet- en winstherstel aannemelijk, waarbij de recordcijfers van 2011 benaderd zouden moeten kunnen worden. Op basis van onze taxatie van een winst per aandeel 2013 van € 2,25, noteren de aandelen TenCate tegen de huidige beurskoers van € 19,- op 8,4 maal de verwachte winst. Daarmee kan worden geconcludeerd dat het slechte nieuws van 2012 ruim voldoende is verdisconteerd in de huidige beurswaardering.

ASM International (toeleveringen aan de halfgeleiderindustrie) rapporteerde tweede kwartaalcijfers die redelijk conform analistenverwachtingen uitkwamen. De omzet nam op kwartaalbasis met 21% toe tot € 378 miljoen en daalde met 20% ten opzichte van het vergelijkbare eerste kwartaal 2011. De Frontend-omzet daalde 9% op kwartaalbasis, waar tegenover de Backend-omzet opvallend sterk steeg met 35%. Het operationele resultaat bedroeg € 39 miljoen tegen € 22 miljoen in Q1 2012 en € 104 miljoen in Q2 2011. Frontend noteerde een operationeel verlies van € 1,9 miljoen tegen een winst van € 2,9 miljoen in het voorgaande kwartaal; over het tweede kwartaal van 2011 was er nog een operationele winst van € 20,8 miljoen. De cijfers voor Backend waren een operationele winst van € 40,5 miljoen in Q2 2012 (€ 19,0 miljoen in Q1 2012) in vergelijking met een operationeel resultaat van € 83,2 miljoen in Q2 2011. De book-to-bill ratio kwam uit op 1,1. Het orderboek kende eind tweede kwartaal een omvang van € 439 miljoen, een toename van 17,7% ten opzichte van de stand per einde maart van € 373 miljoen. CEO Chuck del Prado meldde dat efficiency-problemen in de Frontend-activiteiten nog een behoorlijk drukkend effect op de winstmarges hebben gesorteerd, maar dat de verbeteringen op dit punt in de tweede helft van het jaar zichtbaar zullen worden. Voor het komende kwartaal verwacht del Prado een hogere omzet in Frontend en 'a sound quarter' voor de Backend-activiteiten. Al met al geen reden om onze winsttaxaties voor het lopende en volgend jaar aan te passen. Wij hanteren respectievelijk € 2,00 en € 2,75 voor de winst per aandeel in 2012 en 2013 (2011: € 2,75). Zwaarwegender dan deze winsttaxaties zal de uitkomst van de onderzoeken zijn die investment banks Morgan Stanley en HSBC gaan uitvoeren naar de impliciete onderwaardering die de markt toekent aan de Frontend-activiteiten. Deze laatstgenoemde zijn ondergebracht in het te Amsterdam genoteerde ASM International die tevens ruim 52% van de Backend-tak bezit, die als ASM PT genoteerd is in Hongkong. Deze laatste notering waardeert het 52%-belang van ASMI momenteel op circa € 2.033 miljoen, terwijl de beurswaarde van ASM International thans slechts € 1.568 miljoen bedraagt. Deze aberratie wordt nu bestudeerd door beide banken. Nadat de respectievelijke rapporten van beide instituten aan het ASMI-bestuur zijn overhandigd, zullen mogelijke vervolgstappen naar verwachting in het laatste kwartaal van dit jaar hun beslag kunnen krijgen. Deze stappen zouden erop gericht moeten zijn de werkelijke waarde van ASMI voor alle stake holders te ontsluiten. Een totaalwaarde

van boven de 40,- per aandeel is in dit kader onzes inziens een betere afspiegeling van de onderliggende waarde van de onderneming. Zulks impliceert een opwaarts koerspotentieel van ruim 38% vanaf de huidige beurskoers van € 29,-.

Op 10 juli jl. werd bekend dat Intel een belang van 15% in de Veldhovense chipsfabrikant ASML gaat nemen. Op deze wijze financiert ASML sneller en effectiever de verdere ontwikkeling van de extreme ultraviolet (EUV) technologie en de silicon wafer technologie. Beide technologieën moeten tussen 2015 en 2020 in gebruik worden genomen. Ook andere belangrijke klanten van ASML, met name Samsung en TSMC, worden in de gelegenheid gesteld om strategisch aandeelhouder van ASML te worden. Het is het voornemen van ASML om ten hoogste 25% van de uitstaande aandelen voor dit programma ter beschikking te stellen. Dit zou alsdan leiden tot een financieringspotentieel van € 4,2 miljard. In de portefeuille van het Add Value Fund zullen **Aalberts Industries**, **Neways Electronics International** en **TMC Group** op termijn sterk profiteren van deze groeiversnelling in het bedrijfsmodel van ASML. Aalberts Industries realiseert een omzet van circa € 80 miljoen in de halfgeleiderindustrie, waarvan het grootste deel betrekking heeft op ASML. Beide ondernemingen werken reeds samen op het gebied van de ontwikkeling van de EUV-technologie. Neways is sinds jaar en dag een strategische ontwikkelingspartner van ASML. Deze relatie is de laatste twee jaar inniger geworden. ASML heeft het aantal strategische partners teruggebracht, teneinde met minder van dergelijke partijen meer deeltrajecten sneller en efficiënter te kunnen afronden. Neways behoort tot dit selecte gezelschap waaraan ASML hoge eisen stelt. TMC Group kan als hofleverancier van schaars technisch talent aan ASML worden beschouwd. Tot circa een kwart van de omzet van de Eindhovense detacheringsgroep heeft direct betrekking op leveringen aan ASML. Indirect is de betrokkenheid nog groter: TMC levert namelijk ook specialisten aan de strategische toeleveringspartners van ASML. Het was derhalve niet verwonderlijk dat de beurskoersen van bovengenoemde ondernemingen in juli alle een aardige stijging konden noteren: Aalberts en TMC +5% en Neways +2%.

Macintosh Retail Group (schoenenretail en living via Kwantum-formule) rapporteerde, niet geheel onverwacht, zeer magere halfjaarcijfers. De resultaten stonden in de eerste zes maanden dan ook langs drie kanten onder druk:

- Consumentenvertrouwen in Nederland op een *all time low*;
- Slecht weer, hetgeen een kopersstaking in zomerschoenen en in tuinmeubilair (een belangrijke winstmaker voor Kwantum) veroorzaakte;
- Een veranderend verdienmodel. Macintosh zit volop in de omschakeling naar een *cross channel* bedrijfsmodel, waar de kosten voor de baat uitgaan.

De groepsomzet steeg per saldo met 7,1% van € 395,4 miljoen naar € 423,4 miljoen, waarbij dient te worden aangetekend dat de overname van Jones Bootmaker in april 2011 ditmaal de volle zes maanden meetelde. Het bedrijfsresultaat daalde van + € 5,4 miljoen naar - € 6,8 miljoen. Deze omslag was voor meer dan de helft te wijten aan de volledige consolidatie van de resultaten van Jones. De eerste maanden van het jaar zijn traditioneel verlieslatend in het schoenensegment, hetgeen dit jaar in de winstgevende maanden mei en juni onvoldoende werd gecompenseerd. Ook de uitgaven aan de uitrol van de cross channel strategie, onder andere via online schoenenplatform Intreza, hadden een drukkend effect op het resultaat. Kwantum liet in lijn met de markt een omzetzaling zien en realiseerde een lager maar positief bedrijfsresultaat, wat in de huidige omstandigheden een goede prestatie mag worden genoemd. Het voor Macintosh veel belangrijkere tweede halfjaar zal volgens CEO Frank de Moor in deze moeilijke tijd ongetwijfeld de nodige uitdagingen brengen, "maar we beschikken over een gezonde marge, actuele voorraden en sterke off- en online marktposities. Gezien de succesvolle ontwikkeling van onze cross channel activiteiten gaan we verder met het investeren daarin, onder andere met een versnelling van de aanpassing van onze organisaties." Hiermee kan 2012 worden aangeduid als een overgangsjaar. Wij hanteren een taxatie van de winst per aandeel van circa € 0,55 voor het lopende jaar (2011: € 0,82). Voor 2013 rekenen wij op een bescheiden winstherstel van een absoluut laag niveau naar € 0,75. Macintosh wint namelijk gestaag marktaandeel van minder/niet kapitaalkrachtige concurrenten – in het eerste halfjaar vooral in België – en dat zal zich bij enig herstel van de markt (bij voorbeeld wanneer het weer in de seizoenen gunstig uitpakt) snel vertalen in een aantrekkelijke winstgevendheid. Met een eigen vermogen per aandeel van € 13,73

en een huidige beurskoers van € 8,50 is inmiddels veel slecht nieuws verdisconteerd. Als een van de overblijvende toonaangevende *cross channel retailer* lijkt Macintosh de 'perfect storm' goed te kunnen doorstaan.

Samenstelling portefeuille

De grootste belangen in de portefeuille per 1 augustus 2012 betreffen:

| Onderneming | Percentage ¹ |
|--------------------------|-------------------------|
| Brunel International | 10,7% |
| UNIT4 | 10,5% |
| Nedap | 10,3% |
| Royal Imtech | 10,2%* |
| LBi International | 9,8% |
| Hunter Douglas | 7,6% |
| TMC Group | 7,6% |
| Amsterdam Commodities | 7,5% |
| Koninklijke TenCate | 7,1% |
| ASM International | 6,1% |
| Overige 4 ondernemingen | 12,5% |
| Liquiditeiten en overige | 0,1% |
| Totaal | 100,0% |

*exclusief optiepositie

Vooruitzichten

Het seizoen van de halfjaarcijfers is goed op gang gekomen. De komende maand verwachten wij de cijfers van de resterende negen ondernemingen uit onze portefeuille. Over het algemeen verwachten wij gunstige resultaten, zij het dat in enkele gevallen (Hunter Douglas, Neways en TKH Group) de invloed van de stagnerende economie voelbaar zal zijn. Het macrobeeld blijft intussen ongewijzigd. De verschillende afgegeven signalen van Europese leiders en ECB-topfunctionarissen spreken elkaar nogal eens tegen, hetgeen het vertrouwen bij beleggers niet doet toenemen.

Wij blijven daarom rekening houden met een aanhoudend hoge koersvolatiliteit, zowel in opwaartse als neerwaartse zin. Tegen deze achtergrond voelen wij ons comfortabel bij de vigerende portefeuillestructuur. Deze bestaat nagenoeg uitsluitend uit solide gefinancierde (niche) marktleiders met gezonde/uitstekende toekomstperspectieven op winstgroei op de middellange termijn. Daarbij speelt tevens de wereldwijde aanwezigheid van de meerderheid van deze ondernemingen een belangrijke rol, waarbij de per saldo aantrekkende US \$ koers dit jaar winstondersteunend werkt.

Zeker in het licht van de momenteel zeer lage vergoedingen op vastrentende beleggingen, zowel deposito's als langer lopende obligaties, is de huidige waardering van de Add Value Fund portefeuille als zeer attractief te duiden.

Op basis van onze actuele taxaties met betrekking tot het lopende jaar noteert de portefeuille thans op een gewogen koers/winstverhouding van 11,4 maal en een bruto dividendrendement van circa 4%.

Wij verwijzen tenslotte naar het recent verschenen halfjaarbericht 2012, dat op onze website www.addvaluefund.nl kan worden gedownload.

Met vriendelijke groet,

Beheerteam,
Hilco Wiersma
Willem Burgers

Amsterdam, 6 augustus 2012

¹ Dit betreft het percentage ten opzichte van het totale fondsvermogen